

富安娜 (002327.SZ)

第三季度收入同比转负，盈利承压

优于大市

核心观点

累计收入小幅增长，三季度盈利承压。前三季度，公司累计实现营业收入16.58亿元，同比增长1.9%；实现归母净利润1.35亿元，同比下降15.4%。单季度看，一季度/二季度/三季度收入分别同比+14.3%/+2.1%/-10.6%，三季度收入增速转负；毛利率分别为52.3%/51.4%/50.8%，逐季下行。费用端，三季度销售、管理及研发费用率均环比上行，经营负杠杆下盈利压力加大；前三季度其他收益同比增长151.8%至0.16亿元，主要系政府补助增加，对利润形成一定支撑。租赁负债较期初减少35.30%，公司表示系“门店撤店及降租”，线下仍在收缩。

第三季度收入同比转负，毛利率下滑叠加销售费用率提升致净利润大幅下滑。公司第三季度收入同比下滑10.6%至4.79亿元，分渠道看，预计主受加盟渠道收入下滑和直营关店影响，电商预计正向增长。毛利率同比下降2.6个百分点至50.8%，预计主因棉花羽绒等原材料涨价、加盟渠道加大返利力度，以及直播等低毛利渠道占比提升。费用端承压，整体费用率同比+6.4个百分点至45.0%；销售/管理/研发/财务费用率分别为38.4%/4.3%/2.9%/-0.6%，同比分别+5.4%/+0.8%/+0.5%/-0.2个百分点，销售费用率上升主因投流费用刚性，收入下滑负向经营杠杆明显。归母净利润同比下滑64.6%至0.19亿元，归母净利率同比下降6.0个百分点至4.0%。

存货周转天数下降，现金流同比回落。三季度末，公司存货金额为7.59亿元，同比-8.8%，存货周转天数同比-39天至246天；应收/应付周转天数分别同比-29/-22天至37/59天。前三季度经营性现金流净额为2.06亿元，同比-48.6%，主要系销售回款较同期下降及采购款支付较同期增加；净现比1.52，仍维持在较高水平。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：三季度业绩短期承压，库存持续改善，长期保持高分红水平。三季度末存货同比下降8.8%，存货周转天数同比下降39天，库存持续改善；四季度家纺旺季来临，伴随收入端改善、正向经营杠杆下盈利压力有望缓解。长期来看，公司重视股东回报，近三年平均现金分红率在90%以上。基于三季度业绩承压不及我们此前预期，我们下调盈利预测，预计2026~2028年净利润分别为3.4/3.9/4.4亿元（前值为3.6/4.1/4.6亿元），同比+0.7%/15.6%/11.2%。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,011	2,585	2,781	3,029	3,282
(+/-%)	-0.6%	-14.2%	7.6%	8.9%	8.4%
净利润(百万元)	542	336	339	391	435
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	0.7%	15.6%	11.2%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.41	0.47	0.52
EBIT Margin	20.7%	13.5%	12.8%	13.7%	14.1%
净资产收益率(ROE)	13.9%	9.1%	9.1%	10.4%	11.4%
市盈率(PE)	8.6	13.9	13.7	11.9	10.7
EV/EBITDA	8.3	13.7	13.1	11.6	10.6
市净率(PB)	1.20	1.27	1.25	1.24	1.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.86元
总市值/流通市值	4886/2877百万元
52周最高价/最低价	7.92/5.82元
近3个月日均成交额	30.18百万元

市场走势

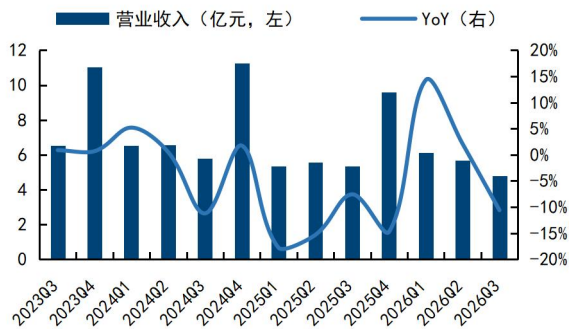


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

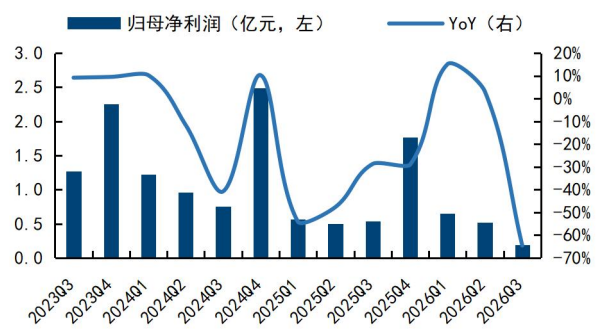
- 《富安娜(002327.SZ)-上半年收入增长8%，线上与直营双轮驱动》——2026-08-26
- 《富安娜(002327.SZ)-2025年维持95%以上高分红，2026一季度业绩企稳回升》——2026-04-27
- 《富安娜(002327.SZ)-第三季度收入降幅收窄，费用率企稳》——2025-10-28
- 《富安娜(002327.SZ)-第二季度收入降幅收窄，利润压力延续》——2025-09-01
- 《富安娜(002327.SZ)-2024年业绩表现稳健，分红率维持95%以上》——2025-04-28

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



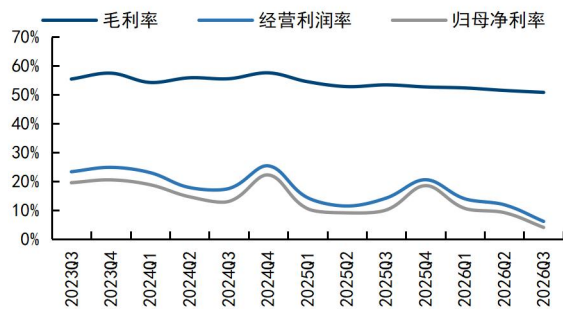
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



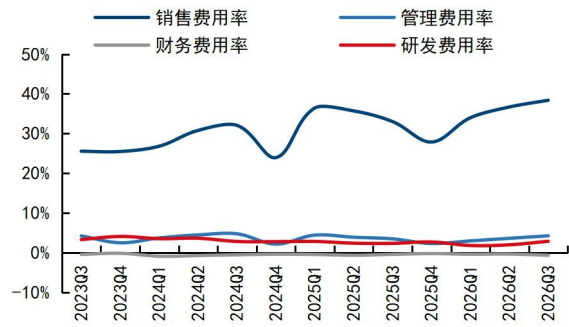
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率



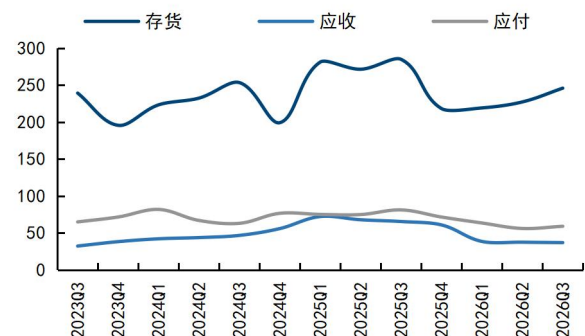
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司经营活动现金流净额及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7：富安娜业绩一图概览

	FY2023	FY2024	FY2025	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3
收入 (百万元)	3030	3011	2585	613	567	479
直营	722.89	735.75	663.44			
店数	484	485	494			
单店收入	151.55	151.86	135.53			
加盟	824.19	835.75	463.76			
店数	1,010	987	899			
单店收入	82.05	83.70	49.18			
电商	1,210.19	1,120.61	1,147.22			
天猫	296.97	284.48	324.61			
京东	474.68	488.93	480.35			
唯品会	173.83	155.41	153.55			
团购	164.07	172.49	196.56			
其他	108.22	146.64	113.99			
收入YOY	-1.6%	-0.6%	-14.2%	14.3%	2.1%	-10.6%
直营	-1.1%	1.8%	-9.8%			
店数	3.0%	0.2%	1.9%			
单店收入	-2.6%	0.2%	-10.7%			
加盟	-0.4%	1.4%	-44.5%			
店数	1.1%	-2.3%	-8.9%			
单店收入	1.8%	2.0%	-41.2%			
电商	-5.5%	-7.4%	2.4%			
天猫	-22.7%	-4.2%	14.1%			
京东	6.8%	3.0%	-1.8%			
唯品会	-1.2%	-10.6%	-1.2%			
团购	19.5%	5.1%	13.9%			
其他	5.2%	35.5%	-22.3%			
毛利率	55.6%	56.1%	53.2%	52.3%	51.4%	50.8%
直营	70.1%	67.9%	63.0%			
加盟	56.2%	55.6%	48.8%			
电商	48.0%	50.3%	50.2%			
团购	43.8%	41.6%	38.9%			
其他	57.5%	60.8%	68.7%			
费用率				38.5%	42.1%	45.0%
销售费用率	26.1%	27.6%	32.4%	34.0%	36.7%	38.4%
管理费用率	3.7%	3.5%	3.4%	3.0%	3.6%	4.3%
研发费用率	3.6%	3.2%	2.6%	1.8%	2.0%	2.9%
财务费用率	-0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.6%
所得税率	17%	17%	19%	26%	26%	29%
归母净利润 (百万元)	572.10	542.25	336.46	64.62	51.55	18.96
YOY	7.2%	-5.2%	-38.0%	15.1%	3.1%	-64.6%
归母净利率	18.9%	18.0%	13.0%	10.5%	9.1%	4.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：三季度业绩短期承压，库存持续改善，长期保持高分红水平

前三季度公司收入同比增长 1.9%，归母净利润同比下降 15.4%；第三季度收入同比下降 10.6%，归母净利润同比下降 64.6%，主要受加盟渠道收入下滑、直营关店，以及原材料涨价和渠道结构变化影响，销售费用率提升进一步加剧盈利压力。三季度末存货同比下降 8.8%，存货周转天数同比下降 39 天，库存持续改善；四季度家纺旺季来临，伴随收入端改善、正向经营杠杆下盈利压力有望缓解。长期来看，公司重视股东回报，近三年平均现金分红率在 90%以上。基于三季度业绩承压不及我们此前预期，我们下调盈利预测，预计 2026~2028 年净利润分别为 3.4/3.9/4.4 亿元（前值为 3.6/4.1/4.6 亿元），同比+0.7%/15.6%/11.2%。维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,011	2,585	2,781	3,029	3,282
(+/-%)	-0.6%	-14.2%	7.6%	8.9%	8.4%
净利润(百万元)	542	336	339	391	435
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	0.7%	15.6%	11.2%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.41	0.47	0.52
EBIT Margin	20.7%	13.5%	12.8%	13.7%	14.1%
净资产收益率(ROE)	13.9%	9.1%	9.1%	10.4%	11.4%
市盈率(PE)	8.6	13.9	13.7	11.9	10.7
EV/EBITDA	8.3	13.7	13.1	11.6	10.6
市净率(PB)	1.20	1.27	1.25	1.24	1.22

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值 (人民币 亿元)
代码	名称	评级	人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025~2027	2026	
002327.SZ	富安娜	优于大市	5.6	0.40	0.41	0.47	13.9	13.7	11.9	8.1%	1.69	46.5
家纺公司												
002293.SZ	罗莱生活	优于大市	11.6	0.62	0.74	0.79	18.5	15.6	14.6	12.7%	1.23	96.7
资料来源：wind，国信证券经济研究所										注：无评级公司为 wind 一致预期		

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 无评级公司为 wind 一致预期

风险提示

市场竞争加剧、存货大幅减值、渠道拓展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	470	460	956	965	956	营业收入	3011	2585	2781	3029	3282
应收款项	600	381	229	249	270	营业成本	1323	1210	1330	1445	1560
存货净额	763	704	728	752	812	营业税金及附加	32	34	36	39	43
其他流动资产	467	368	396	432	468	销售费用	832	838	909	969	1044
流动资产合计	2949	2333	2729	2818	2926	管理费用	106	87	96	103	111
固定资产	1166	989	1026	1069	1104	研发费用	95	68	56	60	64
无形资产及其他	93	90	87	85	82	财务费用	(17)	(10)	(10)	(11)	(12)
投资性房地产	748	1271	1271	1271	1271	投资收益	20	11	12	13	14
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	11	8	4	5	5
资产总计	4956	4683	5113	5243	5382	其他收入	(112)	(33)	(27)	(29)	(31)
短期借款及交易性金融负债	181	213	229	229	229	营业利润	652	412	408	472	525
应付款项	325	308	381	414	447	营业外净收支	3	4	2	3	3
其他流动负债	413	323	619	667	720	利润总额	655	415	411	474	528
流动负债合计	919	843	1229	1310	1395	所得税费用	113	79	72	83	92
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	145	148	159	169	179	归属于母公司净利润	542	336	339	391	435
长期负债合计	145	148	159	169	179	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1064	991	1388	1479	1574	净利润	542	336	339	391	435
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	14	(35)	15	0	0
股东权益	3892	3691	3725	3764	3808	折旧摊销	72	65	106	115	124
负债和股东权益总计	4956	4683	5113	5243	5382	公允价值变动损失	(11)	(8)	(4)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	(17)	(10)	(10)	(11)	(12)
每股收益	0.65	0.40	0.41	0.47	0.52	营运资本变动	(328)	(284)	496	11	(21)
每股红利	0.64	0.64	0.37	0.42	0.47	其它	(14)	35	(15)	(0)	(0)
每股净资产	4.64	4.40	4.47	4.51	4.57	经营活动现金流	275	110	936	512	534
ROIC	18%	10%	10%	13%	14%	资本开支	(53)	144	(151)	(151)	(151)
ROE	14%	9%	9%	10%	11%	其它投资现金流	267	228	0	0	0
毛利率	56%	53%	52%	52%	52%	投资活动现金流	214	372	(151)	(151)	(151)
EBIT Margin	21%	14%	13%	14%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	16%	17%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-1%	-14%	8%	9%	8%	支付股利、利息	(537)	(538)	(305)	(352)	(392)
净利润增长率	-5%	-38%	1%	16%	11%	其它融资现金流	665	584	16	0	0
资产负债率	21%	21%	27%	28%	29%	融资活动现金流	(409)	(492)	(289)	(352)	(392)
息率	11.5%	11.5%	6.5%	7.5%	8.4%	现金净变动	80	(10)	496	9	(9)
P/E	8.6	13.9	13.7	11.9	10.7	货币资金的期初余额	390	470	460	956	965
P/B	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	货币资金的期末余额	470	460	956	965	956
EV/EBITDA	8.3	13.7	13.1	11.6	10.6	企业自由现金流	205	208	744	317	335
						权益自由现金流	871	792	755	312	328

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032